



Centre for Economic and Regional Studies of the Hungarian  
Academy of Sciences – Institute of World Economics  
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont  
Világgazdasági Intézet

# Műhelytanulmányok 120.

2016. december

*Ozsvald Éva*

**A LENGYEL ÁLLAM MINT RÉSZTULAJDONOS A  
TŐZSDEI VÁLLALATOKBAN**

**MTA**

Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont  
Világgazdasági Intézet

Műhelytanulmányok 120. (2016) 1–31. 2016. december

## A lengyel állam mint résztulajdonos a tőzsdei vállalatokban

szerző:

Ozsvald Éva

*tudományos főmunkatárs*

Magyar Tudományos Akadémia  
Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont  
Közgazdaságtudományi Intézet  
Email: [ozsvald.eva@krtk.mta.hu](mailto:ozsvald.eva@krtk.mta.hu)

*Minden itt kifejtett vélemény és következtetés a szerző sajátja, amely nem minden esetben tükrözi a Világgazdasági Intézet, illetve a Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont kutatóinak véleményét, vagy a Magyar Tudományos Akadémia álláspontját*

ISBN 978-963-301-640-4

ISSN 1417-2720



## A lengyel állam mint résztulajdonos a tőzsdei vállalatokban<sup>1</sup>

Ozsvald Éva<sup>2</sup>

---

### Összefoglaló

A Varsói Értéktőzsde (GWP) egyik – az OECD-csoporton belüli – feltűnő jellegzetessége, hogy a lengyel börzén jegyzett legnagyobb vállalatok több mint felében többségi vagy kisebbségi állami résztulajdonlásra keresztüli szakszervezeti és politikai kontroll érvényesül. E tanulmány nyomon követi az állami tulajdoni hányad alakulását a nyílt részvénytársaságokban a rendszerváltó privatizációtól kezdve egészen napjainkig. A 2008-as pénzügyi válság nyomán sok más országtól eltérően, Lengyelországban nem növekedett az állam gazdasági súlya és befolyása. Ellenkezőleg: 2008 és 2014 között zajlott a lengyel privatizáció utolsó nagy hulláma, ami a költségvetési bevételek növelésén túl rendkívül jó hatást gyakorolt a lengyel tőkepiac boomjára. Fordulatot az idei év hozott: a 2015-ös politikai hatalomváltást követően a gazdaságpolitika is irányt váltott. Az új kurzusban a gazdasági patriotizmus és az állam gazdasági szerepének erősítése a legfontosabb célok közé került. Ez utóbbi határozza meg az állami vagyon kezelésére (ideértve a tulajdonrészt a nyilvánosan működő társaságokban) vonatkozó új koncepciókat is.

*Tárgyszavak:* Lengyelország, állami tulajdon, privatizáció, nyílt részvénytársaság

*JEL:* H10, G32, G34, P26

---

### Bevezetés – az állam, mint tulajdonos

E tanulmány az állam szerteágazó gazdasági tevékenységeinek egyik ritkábban vizsgált dimenziójára koncentrálna. Az államnak mint részvényesnek, mint tőzsdei vállalatok többségi vagy kisebbségi tulajdonosának a szerepét mutatja be Lengyelország példáján.

A világ egészét tekintve a 2000-es évek új fejleménye volt, hogy az állam többségi tulajdonosként az értéktőzsdék aktív szereplőjévé vált. A 2000-es évtized alatti

---

<sup>1</sup> A tanulmány „A kapitalizmus változatai – a közvetlen állami gazdasági szerepvállalás változatai” című, 112069 számú NKFIH (OTKA) kutatás keretében készült.

<sup>2</sup> tudományos főmunkatárs, Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Közgazdaságtudományi Intézet, Budaörsi út 45, H-1112 Budapest  
Email: [ozsvald.eva@krtk.mta.hu](mailto:ozsvald.eva@krtk.mta.hu)

megduplázódás eredményeképpen ma már a globálisan összesített tőzsdék értékének nagyjából egyötöde az állami tulajdonú cégekre esik. Tudnunk kell azonban, hogy e markáns növekedés döntő részt néhány nagy feltörekvő országnak köszönhető, mindenekelőtt a BRIC-csoportba tartozóknak, azon belül is első helyen Kínának. Hasonló képet kapunk, ha a világ legnagyobb társaságainak tulajdonosi szerkezetét nézzük. A Fortune Global 500 csoportban az állami vállalatok aránya jelentősen emelkedett az utóbbi évtizedben. 2005-ben az arányuk 9%, 2014-ben pedig már 23% volt. Az oroszánrészt azonban ebben a növekedésben is a kínai vállalatok tudhatták magukénak.

Az OECD országcsoporton belül jóval szerényebb mértékben képviselteti magát az állam a tőzsdén. A csoport országainak kétharmadában zéró vagy csak egy-kettő a vegyesen állami és magántulajdonú vállalatok száma. Néhány jelentős nemzeti tőzsdén (pl. Franciaországban, Olaszországban, Koreában stb) azonban az állam nagyobb súllyal jelenik meg és ez vonatkozik Lengyelországra is. A Varsói Értéktőzsdén 24 olyan vállalatot tartanak nyilván, amelyekben az állam többségi vagy kisebbségi tulajdonnal rendelkezik.(1 sz. táblázat). Ez a szám önmagában nem sokat mond, mert az állami tulajdon a legnagyobb vállalatoknál koncentrálódik. A 25 legnagyobb lengyel vállalat közül az állam 7-ben többségi, 5-ben pedig kisebbségi tulajdonos. Közép-Európa 10 legnagyobb vállalata közé hét lengyel társaság (*Pekao, PGNIG, PKO, PKN Orlen, PZU, PGE*) tartozik<sup>3</sup> és ezek mindegyike felett a lengyel államnak többségi vagy kisebbségi tulajdonosi kontrollja van.

Könyvek, tanulmányok sokasága foglalkozik azzal a kérdéssel, hogy milyen esetekben és milyen mértékben hasznos vagy káros az, ha 100 százalékosan állami tulajdonban lévő vállalatok működnek a versenyszférában. A XX. század utolsó két évtizedének magánosítási hulláma a fejlett nyugati országokban, majd a Kelet-Európán átsöprő rendszerváltó privatizáció bizonyította, hogy a piacpárti racionalitás a gyakorlatban több szavazatot kapott, mint az etatista – paternalista – protekcionista gazdaságpolitikából eredő megfontolások. Az „állam versus piac” kérdésfelvetés az absztrakciónak ezen a szintjén nem tárgya ennek a tanulmánynak és nem foglalkozunk az állami tulajdonban lévő zárt részvénytársaságokkal sem. Kutatásunk arra a viszonylag újabb jelenségre irányul, amikor az állami és magántulajdon egy, a zárt

---

<sup>3</sup> <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/about-deloitte/articles/central-europe-top500.html>

részvénytársaságokénál jóval transzparensőbb, „igazi piaci” (azaz tőzsdei) vállalatban funkcionál együtt. Lengyelország tanulmányozása azért jó választás, mert a varsói börze kellő számban kínálja vizsgálatra az ilyen típusú vegyes tulajdonú társaságokat.

A tőzsde a piacgazdaság kvintesszenciális intézménye. A tőzsde szereplői alapesetben magánvállalatok, amelyek a profitmotívumon kívül más célt nem követnek. Ebből a premisszából kiindulva, a legelső kérdés az, hogy miért lesz, vagy miért marad az állam szereplője a versenyszektorban és különösen mi a tartós (tehát nem csak a privatizáció előtti viszonylag rövid idejű) keresnivalója a tőzsdén? Ha az állam más, a profitmaximalizálástól eltérő céllal, célokkal működteti vállalkozói vagyonát, akkor résztulajdonosként való megjelenése milyen irányba és milyen mértékben befolyásolja a vállalat többi részvényesének üzleti hasznát?

Az államról jogos feltételeznünk, hogy üzleti döntései a politikába vannak ágyazódva. Amikor az állam részvételének indokoltságáról van szó a nyílt részvénytársaságokban, akkor az érvelés a legtöbbször úgy hangzik, hogy a profitmotívum mellett valamilyen más, a magánvállalati érdek felett álló feladat megoldásában, menedzselésében is tevékenykednie kell. Az ilyen jellegű, gyakran hangoztatott feladatok közé tartozik az ún. nemzetgazdasági érdek szolgálata, a stratégiai előrelátás, munkahely-védelem, stb. E két típusú cél kombinálását kell tehát megoldani, úgy, hogy közben az érintett vállalat továbbra is vonzó maradjon a magánbefektetők számára. Ezzel pedig elérkeztünk az egyik legfontosabb vállalatirányítási (corporate governance) problémához, a különböző kategóriájú részvényesek érdekellentétének kezeléséhez.

Annak érdekében, hogy egy lépéssel közelebb kerüljünk a valós lengyelországi helyzet megértéséhez, a fenti kérdéseket átfogalmaztuk. Így tehát arra keressük a választ, hogy milyen előnyök és/vagy hátrányok származnak abból, ha az állam a privatizáció során vagyonának csak egy részét értékesíti a tőzsdei befektetők számára, és ha különböző társaságok kisebbségi vagy többségi részvényblokk-tulajdonosaként tartósan fenntartja az állami befolyásolás lehetőségét.

Az állami tulajdonrész tartós fenntartását a nyílt részvénytársaságokban Lengyelországban is azzal szokás indokolni, hogy az állam stratégiai fontosságúnak tartja az adott vállalatot és ezért a közjó szolgálatának imperatívuszára hivatkozva a tulajdonon keresztüli kontroll fenntartása mellett dönt. Egy másik, fiskális szempontú

magyarázat úgy szól, hogy az állam a költségvetés egyensúlyán jobban javíthat (vagy más központi célok finanszírozását biztosíthatja), ha a jól menedzselt állami vagyontól származó rendszeres osztalékbevételekre tesz szert. E hivatalos indoklásokat azonban ki kell egészítsük azokkal a politológiai kutatási eredményekkel, amelyek szerint az állami tulajdon fenntartásához, illetve a privatizáció lassításához a mindenkori hatalom politikai hasznossági szempontjai és az erős érdekérvényesítő képességgel rendelkező elitcsoportok lobbi-tevékenysége is hozzájárult.

Az állam vállalkozói vagyonának működtetésével kapcsolatban elutasító és megengedő véleményeket egyaránt találunk a szakirodalomban. Sokan elvi-ideológiai alapon, a múlt tapasztalatai alapján utasítják el az állam bármilyen, szabályozáson (a játékszabályokat kialakító és érvényesítő) túli jelenlétét az üzleti életben. Mások viszont arra mutatnak rá, hogy az „újgenerációs” vállalkozói államoknak olyan mértékben megváltozott a környezeti beágyazottságuk, hogy ma már a korábbi időszakokhoz képest jóval kisebb a különbség a magán- és állami tulajdonosok között – különösen, ha mindkettő ki van téve a tőzsdei transzparencia és a szigorúbb tőzsdei corporate governance szabályok betartási kötelezettségének. Azt, hogy adott esetben a vállalati értéket az állami jelenlét növeli vagy csökkenti, empirikusan lehet csak eldönteni. A konkrét vállalati adatokra épülő eddigi vizsgálatok eredményei sokszor ellentmondanak egymásnak. Vannak azonban olyan hipotézisekre épülő empirikus tanulmányok is, amelyek verifikálásából levont következtetések alkalmasak az általánosításra is. Ilyen pl. Beuselinck et al. (2016) kutatása, amely 28 európai ország 4737 tőzsdei társaságának adatait elemezte a 2005 és 2009-es időszakra. A szerzők kimutatták, hogy a pénzügyi válság időszakában (ellentétben a korábbi dátummal) az állami részvétel pozitíven hatott a vállalati érték alakulására, de csak a jó minőségű intézményi háttérrel rendelkező országokban. A tanulmányban használt indikátorok szerint akkor erős az intézményi minőség, ha az adott országban hatékonyan működik a befektető-védelem és alacsony a korrupció. Az intézményi minőség kérdése természetesen Lengyelország esetében sem kerülhető meg: a részben állami tulajdonban lévő vállalatokra a politikai ráhatás mellett a szélesebb jogi-társadalmi környezet minősége is rányomja bélyegét.

## **A dolgozat szerkezete**

Ahogy az összes kelet-európai poszt-szocialista országban, így Lengyelországban is a tőzsde aktivizálódása és az állam tulajdonosi képviselőinek és kontrolljának variációi az első körben szorosan kapcsolódtak a rendszerváltó privatizációhoz. A tanulmány második fejezete ezt az időszakot tárgyalja. A harmadik és negyedik részben a 2000-es éveket mutatjuk be, mely évtized egyik részről a Varsói Tőzsde sikertörténetét hozta magával, másik részt viszont az államtalanítás folyamata lelassult. Ezt követően a 2008 és 2015 között zajló folyamatokat vizsgáljuk, mely időszakra az újbóli dinamikus privatizáció és az állam aktív vagyonkezelése volt a jellemző. A hatodik rész a egyes tulajdonú vállalatok legfontosabb corporate governance kérdéseit tárgyalja. A hetedik fejezet a legfrissebb lengyelországi fejleményeket tekinti át: az illiberális irányú paradigmaváltást és ennek következményeit az állami vállalatokra, a nyolcadik rész pedig a tanulmány összefoglalója.

**1. táblázat: Az állam tulajdonosi részesedése a tőzsdei cégekben és a részvénytulajdon értéke piaci áron (2014.jan.18.)**

A vállalat neve	Az Államkincstár tulajdoni hányada - százalék	Piaci érték millió PLN
PHN ingatlan	75.00	882
PGNiG földgázipar	72.40	21400
PGE energiaipari csoport	61.88	19200
JSW szénbányászat	55.16	3240
Lotos kőolaj-feldolgozás	53.18	2450
Enea áramszolgáltató	51.50	3010
PKP Cargo vasúti szállítás	51.70	2025
Energa energiaszolgáltató	51.52	3400
Ciech vegyipar	38.72	610
PZU biztosító	35.18	13000
GPW értéktőzsde	34.99	574
Groupa Azoty vegyipar	33.00	1900
KGHM rézbányászat	31.79	7240
PKO BP bank	31.39	15800
Tauron energiaipar	30.06	2220
PKN Orlen olajipar konszern	27.52	4960
BOS	56.62	577
RAFAMET gépgyártás	47.28	31
Polimex-Mostostal építőipar	22.48	39
Interferie szálloda	66.81	46
AB SA kereskedelem	5.50	28
EC Bedzin energetika	14.88	10
Bogdanka szénbányászat	9.76	415
Paged faipar	8.37	48
Piaci érték, összesen		103106

*Forrás: W.Patena (2014) és a társaságok honlapja alapján*

## **A rendszerváltó privatizáció**

Ahhoz, hogy magyarázatot találjunk a lengyel állam tulajdonosi részvételének napjainkra vonatkozó, más országoktól megkülönböztető jellemzőire, vissza kell tekintsünk arra az útra, amit Lengyelország a rendszerváltó privatizáció során bejárt.

A rendszerváltás utáni első lengyel kormány programjában a privatizációs stratégia kialakítása már kitüntetett helyen szerepelt. A privatizáció legelőször is politikai-ideológiai okokból volt fontos, leginkább azért, hogy a piacgazdaságra való áttérés



folymata minél előbb visszafordíthatatlanná váljon. A gazdasági racionalitásról való gondolkodásban megegyezett a többségi vélemény, így axiómaként kezelték azt, hogy az állami tulajdonú nagyvállalatok egyik politikai rendszerben nem működhetnek hatékonyan. A magántulajdonon alapuló gazdaságra való áttérést szorgalmazó politikusoknak ekkor széles tömegbázisuk volt, ugyanakkor a privatizáció mikéntjéről való vitát már a kezdetektől erős véleménykülönbségek jellemezték.

A lengyel privatizációért felelős szakemberek időben felismerték: a privatizáció sikerességének egyik záloga az, ha még a magánosítás kezdete előtt kialakítják a célt legjobban szolgáló jogi kereteket, jogalkalmazási, szabályozási és felügyeleti intézményeket. Ez természetesen állami feladat volt, akárcsak annak a gazdasági miliőnek a kialakítása, amely kikényszerítette a privatizálás előtti nagyvállalatok átstrukturálását. A rendszerváltás mérföldkövének tekintett Balcerowicz-terv bevezetésével a vállalatok működési környezete drámai módon megváltozott. Hogy csak a terv három legfontosabb elemét említsük: a liberalizáció következtében nyitottá vált piacot és versenyt, a költségvetési támogatások nagymértékű lecsökkentését, továbbá azt, hogy a fizetéseképtelenné vált cégek ellen bankok is, beszállítóik is csődeljárást kezdeményezhettek (Dzierzanowski-Tamowicz, 2013).

A rendszerváltás kezdetekor Lengyelország súlyos gazdasági problémákkal küzdött, mindenekelőtt a szinte kezelhetetlenre nőtt külső eladósodással és a hiperinflációval. Az országnak azonban meglepően gyorsan sikerült a stabilizációt végrehajtania, a gazdaságot új modernizációs pályán elindítani és megalapozni a gazdaság növekedésének mind a mai napig tartó, a nemzetközi átlag feletti dinamikáját. Abban pedig, hogy ez sikerült, jelentős szerepe volt az akkor még százszázalékosan állami tulajdonban lévő vállalatok alkalmazkodásának és annak az átstrukturálódásnak, ami még magánosítási procedúrájuk megkezdése előtt megtörtént. Brian Pinto (2014) könyve meggyőzően dokumentálja ezt a folyamatot. Pinto a vizsgált időszakban a Világbank képviselőjeként Lengyelországban dolgozott. A szerző esettanulmányokkal, első kézből származó információkkal írja le a volt szocialista nagyvállalatok egy jelentős részének gyors transzformációját, az új piaci körülményekhez való alkalmazkodását.

A magánosítás hőskorával kapcsolatban Pinto emlékeztet arra, hogy a kor neves közgazdászai uniszónóban hirdették a mielőbbi privatizáció egyedüli üdvözítő hatását.

Idézi pl. R. Frydman-t és S. Wellisz-t, akik a szakértők nagy többségével együtt előre bizonyítottak látták, hogy az állami vállalatok működésképtelenek lesznek, ha bankhitelek után pozitív reálkamatot kell fizetniük és ha ki lesznek téve a liberalizált behozatal által teremtett versenynek. Az állami cégek vállalatirányításának (corporate governance) gyengeségei is közismertek voltak, ideértve a vállalati vagyon gyarapítására való ösztönzők hiányát.

A pesszimista előrejelzések ellenére azonban a volt szocialista nagyvállalatok egy része mégiscsak jól alkalmazkodott a kibontakozó piacgazdaság szabályaihoz. Három fő oka volt annak, hogy a várakozásokkal ellentétben ez a pozitív fordulat következett be. Az első magyarázó tényező az volt, hogy a Pénzügyminisztérium elkötelezett reformpolitikájának köszönhetően a korábbi „puha” működési feltételek helyébe kemény költségvetési korlát lépett. A minisztérium ugyanis ellenállt a vállalatok alkudozási kísérleteinek és amennyire lehetett, elzárta a termelés-szubvencionálás csapjait, továbbá korlátozta a veszteségesen termelő állami vállalatoknak juttatott bankhiteleket is. A második ok a gyors külkereskedelmi liberalizációra vezethető vissza. Az importkorlátozások feloldása új versenyhelyzetet teremtett és ez hatékonyabb gazdálkodásra serkentette a hazai piac korábban védett szereplőit. A harmadik fontos tényező pedig az volt, hogy az állami vállalatok vezetői érdekeltek voltak abban, hogy felépítsék saját jó menedzseri hírnevüket. A küszöbön álló, az egész gazdaságra kiterjedő privatizációs program tudatában menedzseri rátermettségüket jó előrelátással hosszabb távra is bizonyítani akarták.

A rendszerváltás kezdetén 8453 állami vállalat várt arra, hogy átkerüljön a magánszektorba. A lengyel privatizációs módszerek közül a három legfontosabb a kis-és közepes méretű vállalatokat megcélzó közvetlen privatizáció, a jogi értelemben vett felszámolás (ide tartozott pl. az a technika, hogy az alkalmazottak és/vagy a menedzsment bérbe vehette az adott céget) és az ún. közvetett, vagy „tőke”-privatizáció. A nagyvállalatok és különösen a későbbi, vegyesen állami és magántulajdonú cégek szempontjából ez utóbbi módszer az, amivel a továbbiakban foglalkoznunk kell.

A nagyvállalatokra vonatkozó közvetett privatizációs eljárás két lépcsőből állt. Az elsőben, a „kommercializálás” fázisában a privatizációval megbízott hatóság átalakította a korábbi állami vállalatot részvénytársasággá (vagy kft.-vé). Ebben az első etapban még

az államot képviselő hatóság – 1996-tól a Kincstárügyi Minisztérium – volt az egyetlen tulajdonos. A következő lépcsőben született döntés arról, hogy az adott vállalat részvényeinek mekkora hányada kerül át magántulajdonba és hogy az eladás milyen módon történik. Itt a legfontosabb technikák a nyilvános tender, a nyilvános meghívás alapján kezdeményezett tárgyalások és a nyilvános ajánlattétel voltak. Ez a harmadik módszer volt az, amely összekötötte a magánosítás folyamatát a tőkepiac működésbe hozásával és felfuttatásával. A volt szocialista nagyvállalatok részvénytársaságait részben magánbefektetők vásárolták meg, részben pedig az állam szabadon döntött arról, hogy mennyi tart meg magának, azaz, hogy a vállalat feletti kontrollját mekkora tulajdoni hányadon keresztül gyakorolja majd.

A kis-és középvállalatok magánosítása gyorsan lezajlott, már a rendszerváltás első néhány éve alatt. A nagyvállalatok privatizációja viszont fokozatosan, gyakran csak egymást követő részletekben, évtizedeken átnyúlóan ment végbe. Különösen az ún. „stratégiai fontosságú cégek” privatizációja haladt lassan. Ide tartoztak az olajfinomítók, a szénbányák, villamoserőművek, a közművek, a vasút, a vegyipari vállalatok, gyógyszercégek és a pénzügyi szektor nagybankjai (Błaszczuk-Patena, 2015). A lengyel rendszerváltó privatizáció lassúságát részben megmagyarázza a körültekintő előkészítés és a politikai és társadalmi partnerek közötti, sokszereplős konszenzus-keresés elhúzódó folyamata. A nagy állami vállalatok privatizálása ugyanakkor politikailag egyre kényesebb üggyé vált. A politikai csatározások során felszínre kerülő ellentmondások, összefonódások és a burjánzó korrupció lehűtötte az állampolgárok kezdeti lelkesedését. Nem véletlen, hogy a nagyvállalatok privatizációjának tempója igazodott a választási évek politikai kampányaihoz. A privatizációval kapcsolatos változó lakossági véleményből politikai tőkét kovácsolva, hol az ellenzék, hol a kormánypárt (érdekcsoportok által támogatva) időről időre hol gyorsította, hol pedig blokkolta a magánosítás folyamatát<sup>4</sup> (Błaszczuk et al. 2005)

---

<sup>4</sup> Az előbbieken leírt hullámvázra példa az a jobboldali kormányváltást követő 1998-as terv, amely újra napirendre tűzte az ún. „stratégiai szektorok” privatizálását. A terv az érintett ágazatokat (infrastruktúra, nagybankok, telekommunikáció) és a privatizáció teljesítésének határidőit illetően is igen ambiciózus volt. A privatizálási boomot tükrözte a kapcsolódó költségvetési bevételek látványos megugrása is. 2001-ben azonban a kormánykoalíció bukásával a lendület megtört és ezután ismét egy vontatottabb privatizálási periódus következett.

## **A privatizáció és a tőkepiac felfuttatásának összekapcsolása**

A kelet-közép európai átalakuló országok közül Lengyelország kötötte össze legsikeresebben a rendszerváltási privatizációt a tőkepiac fejlesztésével. A nagyvállalatok tőzsdén keresztüli magánosítása számos előnnyel járt, ami ellensúlyozza a más privatizációs módszerekhez viszonyított nagyobb tranzakciós költségeket. A nagyvállalatoknak a börzén való megjelenése nemcsak új pénzforrást jelent, hanem reklámot, a jó üzleti hírnév erősödését is. A nyílt részvénytársasággá válás automatikusan maga után vonta azt is, hogy az érintett társaságoknak törekedniük kellett a nemzetközileg elismert vállalatirányítási sztenderdek alkalmazására.

Lengyelország esetében különösen fontos volt az, hogy a tőzsde egyedülálló lehetőséget adott az állami és magántulajdon kombinálására. Egy ilyen felállásban az állam meg tudja tartani befolyását az általa stratégiaiainak tekintett (vagy más szempontból fontos) társaságokban, miközben teret enged a piaci jelzéseknek és a piac hatékony gazdálkodást ösztönző és fegyelmező erejének is.

A cégeknek a részvénytőzsdára való belépésével, illetve a második-harmadik menetben ismételt privatizációs eladásaival kapcsolatban három kategóriát szokás megkülönböztetni: a PIPO-t (privatization initial public offering, privatizációs első nyilvános kibocsátás), az IPO-t (initial public offering, első nyilvános kibocsátás) és az SPO-t (secondary public offering, másodlagos nyilvános értékesítés).

A rendszerváltás legelején az újrainduló, az Államkincstár által alapított Varsói Tőzsdének (lengyel rövidítése GPW) a PIPO-k adták meg a kezdőlendületet. 1990 novemberében elsőként öt nagy állami vállalatot vezettek be a GPW-re. Háromban közülük az államnál maradt egy kisebbségi részvénytársaság (30%-nál egy esetben sem több). A külföldi befektetőkre vonatkozó szabályozás ugyanakkor 25 és 40% közötti részesedésben limitálta a tulajdonosi részesedést. Az erős munkaképviseletnek köszönhetően a privatizálandó nagyvállalatok munkavállalói ingyen jogosultságot kaptak a társaság részvényeinek 15%-ára.

A GPW működésének színvonala már az 1990-es években széleskörű szakmai elismerést váltott ki. A tőzsdei jegyzés követelményei magasak voltak és az előírások betartásán a lengyel tőzsdefelügyelet (2006-ig: Komisja Papierów Wartościowych i

Gield) hatékonyan őrködött. Nemzetközi szakértői vélemények szerint a varsói tőzsde szabályozása és felügyeleti szigora pozitívan emelkedett ki a közép-kelet-európai mezőnyből. A rendszerváltás első évtizedére előirányzott 207 nagyvállalati magánosítási projektnek az egynegyede PIPO volt. Ebből az 55 PIPO-ból folyt be az összes, 1990-1999-re vonatkozó privatizációs jövedelem egyharmada. A tőzsdei kibocsátással végrehajtott privatizációk során a legtöbb esetben a vállalati részvénytőzsdeket egymást követő részletekben adták el. A PIPO-ban átlagosan egy adott vállalat részvényeinek kétharmadát értékesítették, míg a tőzsdén kívüli közvetlen eladások során ez az arány 80% volt.

1998-ban már 165 vállalatot jegyeztek a GPW fő piacán, a piaci kapitalizáció pedig elérte a 20 milliárd dollárt (az akkori éves GDP 15%-át). Abban az évben a húzószektor a hírközlés volt, a Telekomunikacja Polska (TPSA) részvényeinek piacra dobásával. A TPSA önmagában közel egyharmaddal emelte meg a varsói börze kapitalizációját. A piaci részesedés második helyén a pénzügyi ágazatok álltak (a GPW kapitalizációjának egyötödével), amit az ipar és a kereskedelem követett, 17 illetve 9 százalékos részesedéssel.

Az, hogy mennyit tartott meg az állam magának egy-egy cégben, elsősorban a szektorális preferenciáktól függött. A kilencvenes évek elején pl. az élelmiszeripari ágazatok állami vállalatainak részvényeiből csak kis hányadra tartott igényt az állam. Az érzékeny szektorok (pl. a pénzintézetek) privatizációjára később került sor és ezekben az esetekben az állam ragaszkodott a többségi tulajdonhoz. A nehézipar privatizálásához is később kezdtek hozzá. A 1990-es évek végén a 25 lengyel acélipari vállalatnak még csak kevesebb, mint felét privatizáltak (Nachtigal, 2014).

A rendszerváltás első privatizációs hullámát betetőzte az 1999-es nyugdíjreform, ami újabb lendületet adott a Varsói Értéktőzsdének. Az ekkor létrehozott magán-nyugdíjpénztárak (amelyekhez a várakozásokat felülmúlva több mint 10 millióan csatlakoztak) keresleti oldalról jelentettek nagy húzóerőt a börze forgalmának. A nyugdíjalapok szabályozása ugyanis lehetővé tette, hogy ezek az alapok portfóliójuk 40 százalékáig lengyel vállalatok részvényeibe fektessék vagyonukat. A 30 legnagyobb tőzsdei vállalatban a nyugdíjalapok, mint tulajdonosok komoly pozíciókkal rendelkeznek ma is.

A 2000-es évek elejétől lassabb ütemre váltott privatizáció nem jelentette azt, hogy évről évre ne lett volna egy-egy óriási érdeklődést és keresletet kiváltó IPO a varsói tőzsdén. 2004-ben a PKO Bank („a lengyel OTP”, azaz a legnagyobb hazai kereskedelmi bank) részleges magánosítására került sor. Az állam a már megszokott stratégiát követte, azaz megtartotta magának az 50% + 1 részvény tulajdonosi hányadot, és határozott arról is, hogy a startnál az egyes befektetőtípusok milyen mértékig jegyezhetnek részvényeket. A preferált csoport itt a hazai kisbefektetők voltak. A külföldiek kizárását ismét sok politikus és támogatóik üdvözlötték volna, ám ezt akkor már az EU-szabályok nem tették lehetővé.

2005 befektetői szenzációja a PGNiG, a legnagyobb földgázipari vállalat részleges privatizációja volt. Az energiaellátás biztonságára vonatkozó garanciát ebben az esetben is a többségi állami tulajdon rögzítése jelentette. Az első fordulóban a PGNiG-nek csak a 15 százalékát értékesítették a tőzsdén keresztül, ami csak a töredékét tudta kielégíteni a papír iránt mutatott erős keresletnek. A lengyel befektetőket még az sem bizonytalanította el, hogy a közelgő választások valószínűsíthető nyertese, a Jaroslaw Kaczynski vezette Jog és Igazságosság Pártja, a PGNiG privatizálásának leállítása mellett kampányolt.

### **A privatizáció lassítása**

A Kaczynski-kormány hatalomra kerülése után, ha nem is a PGNiG társaságét, de több jelentős, privatizációra már előkészített vállalat (amelyek között szerepeltek a politikailag ismertén érzékeny ágazatokba, mindenekelőtt a hajógyártásba és a szénbányászatba tartozó vállalatok is) eladását megállította, és stagnáltak a tőzsdei SPO-k (másodlagos eladások) is. 2005-ben még közel 1000 állami vállalat szerepelt a Kincstár regiszterében. A PiS ellenérzései az államtalanítással szemben részben ideológiai megfontolásokból származtak, másrészt pedig a számos privatizációs tranzakcióhoz kapcsolódó botrány és gyanú kivizsgálása részét képezte a visszaélésekkel szembeni jogos fellépésnek. Lengyelországnak ekkor még kiábrándítóan rossz helyezése volt a nemzetközi korrupciós listákon.

Baltowski-Kozarzewski és Senderski elemzései hasznos adalékul szolgálnak ahhoz, hogy a privatizáció hullamzásait, így a fentiekben említett lassulást is újabb szempontokkal bővítve vizsgáljuk. Baltowski-Kozarzewski (2016) azokról a befolyással bíró gazdasági és politika járadékvadászokról ír, akiknek érdekük fűződött (és fűződik ma is) a viszonylag nagy állami szektor fenntartásához és sikeresen tudták a privatizációt és a piaci reformokat blokkolni. Senderski (2015) aki írását konkrét tényekkel is illusztrálta, hasonló következtetésre jutott. Walecki (2007) pedig a pártfinanszírozás átláthatatlan és gyakran törvénytelenes módozatait elemezve mutatta be az állami vállalatoktól a pártok felé irányuló pénzmozgások csatornáit.

Kozarzewski és Baltowski(2016) felhívta a figyelmet a Kincstárügyi Minisztérium ellentmondásos helyzetére is, ami abból a kettős szerepből fakad, hogy a hatóság egyik oldalról privatizációs ügynökség, másik oldalról pedig az állami vagyoneszközök tulajdonosa. A konfliktus abból adódik, hogy az állami tulajdon zsugorodásával együtt csökken a minisztérium politikai súlya, és ezzel kevesebb apparátusbeli és politikai haszonélvezője lesz az állami vagyonkezelésnek (gondoljunk pl. az állami vállalatok felügyelőbizottsági taghelyeinek csökkenő számára). Az államtalanítással szembeni ellenérdekeltség ezekben az esetekben is világos.

A szerzőpáros a fiskális politika szempontjából is megvizsgálta a privatizáció lassulását és rámutatott a „privatizáció helyett az osztalék” címkével jelzett irányváltásra. A költségvetési statisztikák tanulsága szerint az állami vállalatoktól beszédhető és az állami részvénytulajdon utáni osztalék 2005-től kezdve egyre több bevételhez juttatta a Kincstárat. 2006-2009 között az osztalékjövedelem nagyobb volt, mint a privatizációból származó bevétel.

### **A piaci reformok új hulláma**

A 2007-es év októberi parlamenti választások után a Donald Tusk vezette jobbközép Polgári Platform (Platforma Obywatelska, PO) került kormányra. A markáns politikai irányváltás a liberális gazdaságpolitika új fejezetét nyitotta meg Lengyelországban. Már a választási kampány során kiderült, hogy a Polgári Platform az előző kormány passzív, halogató magatartását az intézmények átalakításának terén határozott, egyértelműen

piacorientált reformokkal szándékozik felváltani. A lengyel liberális hagyományok mellett elkötelezett kormány reformintézkedéseinek egyik legfontosabbika az állami tulajdonosi szerepvállalás visszaszorítása volt. Az állam gazdasági befolyásának csökkentése melletti elkötelezettség mögött politikai-ideológiai szempontok és pragmatikus, a gazdaság versenyképességének növelését célzó és nem utolsó sorban fiskális szempontok egyaránt meghúzódtak. A 2000-es évek második felében a lengyel gazdaság teljesítménye már széles körű elismerésben részesült, ugyanakkor több kritika is megfogalmazódott, főleg nemzetközi szervezetek (Világbank, OECD, EBRD) elemzői részéről. Az egyik visszatérő kritikai észrevétel az volt, hogy Lengyelországban még mindig túl sok az állami jelenlét a gazdaságban, hogy a magánszektor aránya a GDP-ben lemaradt a többi, az EU-hoz 2004-ben csatlakozott kelet-európai állam mögött.

Időben visszatekintve látjuk, hogy a Polgári Platform vezette új kormány privatizációs programját az akkor hamarosan bekövetkező pénzügyi világválságot még nem sejtve, de dátum szerint már ahhoz igen közel dolgozták ki. Amikor pedig 2009-re a globális válság következményei Lengyelországot is elérték, a privatizáció gyorsításának fent említett indokai mellé egy újabb tényező társult: a költségvetési bevétel növelésének imperatívusza.

A Polgári Platform gazdaságpolitikája két cikluson keresztül határozta meg a privatizáció dinamikáját, a magánosítás menedzselése pedig továbbra is a Kincstárügyi Minisztérium feladata volt. A szűk nyolc év története két, egymástól jól megkülönböztethető szakaszra bontható. 2008-2011 között egyértelmű volt a törekvés arra, hogy az állam tulajdonosi szerepköre zsugorodjon. Több politikus a rendszerváltás beteljesedését, a „kommunista rezsim” maradványainak végső felszámolását is demonstrálni akarta a magánosítás reflektorfénybe helyezésével. A miniszterelnök a gazdaság túlzott és torzító hatású politikai befolyásolása elleni védekezés szükségességére is utalt, amikor azt mondta: *„Annak kivédésére, hogy a politikusok beleavatkoznak a vállalatok irányításába, nincs jobb módszer, mint a lengyel vállalatok és a lengyel gazdaság versenyképességének valódi növelése. Ez pedig bölcs, gyors és dinamikus privatizációval érhető el.”* (Tusk, 2007)

Négy év után, nem utolsó sorban a sikeres gazdaságpolitikának is köszönhetően a választók ismét a Polgári Platformot segítették hatalomba. A Tusk-kormány második



ciklusától kezdve azonban megerősödött az állami kontroll fenntartása mellett érvelők befolyása – elsősorban, de nem kizárólagosan az energetikai szektorra koncentrálódva. A politikai kommunikációban újra megjelentek „a privatizáció nem lehet öncél” típusú üzenetek. A varsói tőzsdén az SPO-k lelassultak, azaz az állami tulajdoni hányad a nyílt részvénytársaságokban nem, vagy csak lassan csökkent tovább. Számos tőzsdei cégben a vegyes tulajdonosi forma fenntartását tartották továbbra is a legjobb megoldásnak. Az idealisztikus magyarázat szerint ez a kombináció akár a két „jó világ” egyesítésének is tekinthető, hiszen érvényesülhet a piaci verseny ösztönző hatása, miközben az állami kontroll továbbra is a „nemzeti érdek” szolgálatának letéteményese maradhat. A lengyel valóságot jól ismerő szerzők ezzel szemben a privatizáció újbóli lassulásában sokkal inkább a politikai és a politikához kötődő befolyásos csoportok érdekérvényesítését vélték felfedezni. De vegyük sorjában az eseményeket.

„*Minden eladó* – hirdették napokon át címdalalon a lengyel lapok” - így indítja a Figyelő a lengyelországi privatizációról szóló beszámolóját a 2008. június 2-i számában. A cikkben arról is olvashatunk, hogy az akkori lengyel ellenzék legnagyobb erejét jelentő PiS egyik képviselője a „lengyel törvényhozás legsötétebb napjának”, az állami vagyon elherdálásának nevezte annak a törvénynek az elfogadását, amely több száz, akkor még állami kézben lévő vállalat eladását tette lehetővé.

Az új privatizációs hullám kezdetekor (2008 március) 1237 vállalat tartozott a Kincstárügyi Minisztérium tulajdonába, amelyeknek több mint egynegyede csőd előtt állt vagy már éppen felszámolás alatt volt. Az „aktívan működő” kategóriában 887 állami céget tartottak nyilván és közülük a 2008-2011-es terv 740 -et jelölt ki privatizálásra. A terv sikeres teljesítését a rendszerváltó privatizálás utolsó felvonásaként harangozták be. Ami pedig az előirányzott költségvetési bevételt illeti, a Kincstár évente átlagosan 5-7 milliárd PLN (1.43-2.0 milliárd EUR) állami vállalatok értékesítéséből származó összeggel számolt.

A Tusk-kabinet 2008-2011-es privatizációs történetét a szakmai közvélemény nagyobbik része sikeresnek értékelte. A Kincstárügyi Minisztérium tartotta magát a kormánypárt választási kampánya során elhangzott ígérethez, miszerint ez a privatizációs forduló nemcsak az érintett vállalati kör nagyságával fog kitűnni, hanem azzal is, hogy a tulajdonosváltás folyamata minden korábbihoz képest átláthatóbb,

becsületesebb és kevésbé bürokratikus lesz. A lengyel Kincstárügyi Minisztérium mindkét privatizációs tervét (2008-2011 és 2012-2013) és azok végrehajtásának részleteit is közzétette honlapján.

Három év alatt a magánosítási program megközelítőleg 80 százalékra teljesült, a vállalatok számát és a Kincstárba befolyt bevételt tekintve egyaránt (Blaczyk-Patena 2015). A 2008-2011-es privatizáció további számszerűsíthető eredményei: az állami szektor aránya a GDP-ben 20 százalék alá csökkent, a közszférában dolgozók aránya pedig az összes foglalkoztatottakon belül kb.16 százalékra zsugorodott. Az állami tulajdonosi aktivitás és kontroll szektoronként igen eltérő volt. Hasonlóan más kelet-európai országokhoz a feldolgozóiparban elhanyagolható jelentőségűvé vált, viszont relatíve erős maradt a kitermelő és az infrastrukturális ágazatokban. Az állami jelenlét és a vállalati méret is összefüggött: minél nagyobb volt (van) egy cég, annál nagyobb eséllyel tartozott (tartozik) abba csoportba, ahol az állam többségi tulajdonos. A 100 legnagyobb lengyel vállalat közül 20-ban az állam ma is tulajdonos. Tovább szűkítve a kört: a 25 legnagyobb cégnek már majdnem fele (12) vegyesen állami és magántulajdonú. Ez a 12 vállalat adja a csoport értékesítésének kétharmadát és foglalkoztatja az idetartozó munkavállalók 68 százalékát.

A Kincstárügyi Minisztérium 2014 közepén publikálta azt a dokumentumot (Priorities,2014), amely tartalmazza a teljes vagy részleges állami tulajdonban lévő vállalatok privatizációjával, illetve vagyonkezelésével kapcsolatos elképzeléseket. A lengyel kormány a következő 22 vállalatról határozott úgy, hogy azok a nemzetgazdaság számára stratégiai jelentőségek:

Industrial Development Agency, Bank Gospodarstwa Krajowego, Azoty Group, Lotos Group, KGHM, PGE, Polska Wytwarznia Papierow Wartosciowych, Polska Grupa Zbrojeniowa, Orlen, PGNiG, Polskie Inwestycje Rozwojowe, Polish Radio, PKO BP, PZU, Przedsiębiorstwo Eksploatacji Rurociagow Naftowych Przyjazn, Przedsiębiorstwo Przeladunku Paliw Plynnych "Naftoport", Tauron, Telewizja Polska, Totalizator Sportowy, Szczecin and Swinoujscie Harbour, Gdansk Harbour and Gdynia Harbour.

Első ránézésre látható, hogy a lista vegyes: megtalálhatók rajta a nagy tengeri kikötők, a közszolgálati média, a szerencsejáték-monopólium, de ugyanúgy itt szerepelnek a WIG20 „nagyágyúi” is (PKO, Orlen, PZU stb.)

A felsorolt vállalatok tehát azok, amelyekben a Kincstárügyi Minisztérium 100%-ban tulajdonos vagy többségi részvényes, legyen szó zárt részvénytársaságról vagy tőzsdén jegyzett vállalatról. Ezekben a cégekben az állam a jövőben sem fogja csökkenteni (növelésre viszont megvan a lehetősége) a tulajdonosi részesedést és az ügyvezetés felett is az állam gyakorolja a kontrollt. A stratégiai vállalatok közül több is olyan központi stratégiai program kulcsszereplője, mint a „Lengyelország energiapolitikája 2030-ig” vagy a „Lengyel Köztársaság kormányának kőolaj-ágazati politikája”. A lista kiemelkedő jelentőségű tagjai közé pénzügyintézetek is tartoznak: a Bank Gospodarstwa Krajowego (többek között a regionális fejlesztések finanszírozásával és az EU-támogatási alapok menedzselésével megbízott bank) és a 2013-ban alapított, elsősorban hosszú távú infrastrukturális beruházásokat finanszírozó Polskie Inwestycje Rozwojowe (PIR. S. A.).

Ahogy korábban láttuk, a varsói értéktőzsde néhány évvel ezelőtt azzal került a figyelem középpontjába, hogy az új tőzsdei bevezetések számát tekintve a válság éveiben lekörözte a legtöbb európai börzét. 2014-ben azonban a GPW fő piacán csak 13 IPO regisztráltak, ami az összértéket tekintve 72%-os visszaesést jelentett 2013-hoz képest és ezzel Varsó az európai rangsor 11. helyére esett vissza. Ha a fő piac mellé még a NewConnect-et is hozzávesszük, akkor 2013-ban 54, 2014-ben viszont csak 35 IPO volt. A varsói tőzsde szerényebb eredményei szoros összefüggésbe hozhatók azzal, hogy lelassult a nagyvállalati privatizáció, ideértve az SPO-kat is. Nem tett jót a tőzsdei dinamikának a magánnyugdíj-pénztári vagyon felének 2013-as államosítása sem, minthogy a lengyel nyugdíjalapok továbbra is a GPW legfontosabb befektetői közé tartoznak.

### **Vállalatirányítási (corporate governance) szabályozás és gyakorlat**

Visszatérő kérdés, hogy a tartós állami tulajdoni részesedés vajon milyen mértékben befolyásolja az érintett tőzsdei cégek működésének hatékonyságát. Erre vonatkozóan a szakirodalomban találunk számításokat, de az empirikus vizsgálatok eddig még nem adtak egyértelmű választ a kérdésre. Az azonban köztudott, hogy az államnak, mint aktív tulajdonosnak a létehez sok, évtizedes tapasztalatokon alapuló negatív vélemény és előítélet kapcsolódik. Példaként idézzük a PricewaterhouseCoopers (PwC) nemzetközi

tanácsadó cég által a felsővezetők körében végzett 2015-ös survey eredményeit. A mintában szereplő vállalatvezetők 86 százaléka gondolta úgy, hogy az állami tulajdon gyakran von maga után politikai indíttatású beavatkozást az üzleti életbe, 83 százalékuk pedig úgy vélekedett, hogy az állami tulajdonnak versenytorzító hatása van. Ráadásul 2010-hez képest a negatív véleményt megfogalmazók aránya legalább tíz százalékponttal emelkedett. Konkrétan a lengyel példára fókuszálva, több olyan elemzést is olvashattunk, amely rámutatott arra, hogy a hatalmi pozíció függvényében az állami tulajdon gyakran szolgál politikai, kisebb csoport vagy egyéni érdekeket is, a vállalat és/vagy a többi részvényes üzleti érdekeinek rovására. (Kozarzewski-Bałtowski, 2015; Senderski, 2015)

Ideális esetben az állam, mint tulajdonos a vállalat többi tulajdonosával együtt a részvényesi érték maximalizálását tekinti a legfőbb feladatának. Ehhez az ideális esethez való közeledés vagy távolodás a vállalatirányítási (corporate governance) mechanizmusok minőségétől függ elsősorban. A tőzsdei cégek corporate governance (CG) erősségeinek és gyengeségeinek értékelése során a leggyakrabban figyelembe vett szempontok a következők: a (kétszintű vállalatirányítási modell esetében) a felügyelőbizottság és a menedzsment tagjainak kiválasztási gyakorlata, a felsővezetés szakértelme, vezetői rátermettsége és integritása, a törvényességi szabályok betartása, a transzparencia, a befektetők számára a döntésekhez szükséges adatok hozzáférhetősége és megbízhatósága, a többségi és kisebbségi részvényesek közötti korrekt viszony szabályozottsága, stb. Az állami/magán vegyes tulajdonú vállalatok esetében azért is kell megkülönböztetett figyelmet szentelni a CG minőségének, mert az előbbieken említett politikai és államapparátusi nyomásra kialakuló „tulajdonosi” beavatkozás a vállalatok működésébe reális veszély, még a fejlett, a jogi előírásokat nagyobb tisztelettel követő országokban is. (GUBERNA, 2014)

A 2000-es évekre kialakultak az állami vállalatok irányítása legjobb gyakorlatának nemzetközi sztenderdjei. Az irányadó normák kialakításában az OECD vállalta magára az oroszánrészt. 2005-ben született meg a „Követendő irányelvek az állami vállalatok irányításában” c. dokumentum (OECD, 2005), ami ajánlásokat tartalmaz a tagországok számára azzal a céllal, hogy nemzeti állami vállalataik hatékonyan, átlátható és beszámoltatható módon működjenek. Az „Írányelvek” deklarált célja, hogy a javaslatok

elfogadásával a.) az állam professzionális tulajdonossá váljon b.) az állami vállalatok a legjobb magáncégekhez hasonló hatékonysággal és transzparenciával működjenek c.) az állami és magáncégek egyenlő feltételekkel, fair körülmények között versenyezzenek egymással. A dokumentum szerint az államnak egyaránt kerülnie kell a tulajdonosi passzivitást és az üzleti életbe való túlzottan aktív beavatkozást is.

A zárt részvénytársasági és nyílt részvénytársasági formában működő állami vállalatok között lényeges különbségek vannak és ennek megfelelően az egyes corporate governance szempontok is más súllyal esnek a latba (gondoljunk például a tőzsdei cégek esetében a különböző befektetői kategóriákba tartozó részvényesek közötti érdekellentétekre). Az OECD elemzői is külön figyelmet szentelnek a tőzsdén listázott, többségi vagy kisebbségi állami tulajdonban vállalatoknak (OECD, 2016).

Lengyelország, mint OECD tagállam, elfogadta a szervezet által javasolt, a „legjobb gyakorlat” elvén alapuló vállalatirányítási megoldásokat és beépítette azokat a saját, a tőzsdei megjelenésre és a tőzsdei vállalatok működési szabályaira vonatkozó corporate governance kódexeibe. Lengyelország a vonatkozó szakcikkek szerint is elismerten, több fordulóban modernizálta a nyílt részvénytársaságok irányításának jogszabályait és az elvárásokat közvetítő, puhább jogi kategóriába tartozó ajánlásokat is. A CG-jellemzők alakulása szoros összefüggést mutatott a varsói értéktőzsde fejlődésével. Ahhoz ugyanis, hogy a GPW felépítse mára már kiváló reputációját, elengedhetetlenül szükséges volt az európai sztenderdeknek megfelelő formális szabályok átvétele. Ugyanakkor a szakirodalom és a tapasztalat arra is figyelmeztet, hogy a jogszabályok papíron való rögzítése csak az első lépés a CG-reformok terén. Az előírások annyit érnek, amennyit belőlük be is tartanak: a CG-reformok igazi próbája a gyakorlatban való alkalmazás, a törvények és szabályok kikényszerítési mechanizmusainak működése. A formális CG-szabályok és a tartalmi megvalósulás jó esetben közelít egymáshoz, de az olló ritkán zárul össze. Nemcsak Lengyelországban, hanem kisebb vagy nagyobb mértékben még a fejlettebb intézményi rendszerű más OECD országokban is.

A lengyel tőzsdei vállalatok corporate governance jellemzőinek áttekintését a tulajdonosi szerkezet bemutatásával kezdjük. Nagyszámú empirikus vizsgálat bizonyította, hogy szoros kapcsolat van a CG –problémák jellege és a nyílt részvénytársaság tulajdonosi koncentrációja között, továbbá azt is, hogy a különböző

tulajdonos-típusok (pl. intézményi befektetők, vállalatvezetői részvényesek, állami részvénytulajdon, stb.) azonosítása is segít az aktuális CG-jellemzők megértésében.

Az EU-országokhoz hasonlóan (Nagy-Britannia kivételével) a nyílt részvénytársaságok tulajdonosi struktúrája Lengyelországban is koncentrált (természetesen azért a Varsói Értéktőzsdén is találhatók szórt tulajdonosi struktúrájú cégek). A koncentráció mértékét számszerűsítve, a 2004-2008-as évek átlagát tekintve azt kapjuk, hogy a lengyel börzén jegyzett vállalatokban a legnagyobb részvényblokk-tulajdonos átlagos részesedése 41 százalék, a három legnagyobbé pedig 56.9 volt. Teljes nemzetközi kitekintésben a számok azt jelzik, hogy ezeknek a vállalatoknak a tulajdonosi koncentrációja magas, viszont alacsonyabb mint a többi közép-kelet európai tőzsde átlagos tulajdonosi koncentrációja.

Lengyelország még jobban különbözik kelet-európai társaitól, ha a tulajdonos-kategóriák súlya szerint végezzük el az összehasonlítást. A legfontosabb különbség az, hogy a varsói tőzsdén sok (az összes tőzsdei cég 30%-a) olyan vállalat részvényeivel kereskednek, mely cégeket a rendszerváltás után alapítottak és ahol a főtulajdonos természetes személy és/vagy család. (Ilyen tulajdonosi csoportot pl. a budapesti vagy prágai értéktőzsdén nem találunk). A külföldi blokk-tulajdonosok (befektetési alapok és kereskedelmi bankok) részaránya viszont Lengyelországban relatíve alacsony (21.9%). Az állam markáns jelenléte szintén fontos megkülönböztető tényező. A varsói tőzsdén a 30 legnagyobb vállalatból 7-ben az állam a legnagyobb részvénytulajdonos.

Az állam, mint tulajdonos centralizált vagy decentralizált szervezetben jelenhet meg. Lengyelországban (a legtöbb OECD országhoz hasonlóan) a centralizált modell működik. Az állami tulajdon megtestesítője, az állami vállalatok és az állami résztulajdonok „gazdája” a (2016 őszén éppen átalakulás előtt álló) Kincstárügyi Minisztérium. A centralizált szervezet előnye, hogy vélhetően ebben a modellben a legkönnyebb a tulajdonosi funkció és más állami funkciók (mindenekelőtt a szabályozás) elhatárolása. Az állami részvénytulajdonnal kapcsolatos elvek és politikák is jobban átláthatók, ha egy szervezetben koncentrálódik a tulajdonosi pozíció.

A 2008-as kormányváltás után nemcsak a privatizáció gyorsuló ütemét hozta magával, hanem corporate governance reformok új hullámát is. Az egyik fontos

meghirdetett cél az volt, hogy növekedjék az átláthatóság nemcsak a privatizációs ügyletekben, hanem a meglévő állami tulajdonban lévő vállalatok működésében is.

A Kincstárügyi Minisztérium honlapján is közzétett irányelvekből kiolvasható, hogy a részlegesen állami tulajdonban lévő nyílt részvénytársaságok CG-je és a tisztán magánkézben lévő vállalatok irányítási gyakorlata között alapesetben nem lehet különbség. Az állami vállalkozói vagyonnal úgy kell bánni, hogy az profitot és osztalékot „termeljen” és azokban a tőzsdei vállalatokban, ahol az állam résztulajdonos, tartózkodnia kell a vállalat tevékenységébe való nem üzleti megfontolású beavatkozásoktól. Az ún. stratégiai vállalatok esetében viszont ennél jóval nagyobb teret nyerhetnek az állami elképzelések. Ahogy erről már korábban szó esett, a stratégiai vállalatok esetében az állam hosszabb távon sem szándékozik tulajdonosi részesedését feladni és fenntartja magának a jogot a vállalati menedzsment ügyeiben való közvetlen beavatkozásra is.

A corporate governance mechanizmusok egyik legfontosabbika a felügyelőbizottságok összetétele és hatásköre. A tőzsdei vállalatok részvényesei a felügyelőbizottságokban képviseltetik magukat, tulajdoni hányaduk arányában. Az állam, mint részvényes a Kincstárügyi Minisztériumon keresztül delegálja képviselőit a felügyelőbizottságba, mely szerv feladata az ügyvezető igazgatóság tagjainak kinevezése és az operatív vezetés monitoringja. A 18 vegyes (állami és magántulajdonú) vállalat felügyelőbizottsági tagjainak több mint fele (53%) vagy a Kincstárügyi Minisztérium alkalmazottja, vagy állami (politikai) kinevezett. A felügyelő bizottságokban elfoglalt helyeken túl ezeknél a típusú vállalatoknál alkalmazásban állhat 2-3 olyan dolgozó, aki a Kincstárügyi Minisztériumot „képvisei”. Néhány vállalat esetében a Kincstárügyi Minisztériumnak egyedi joga van arra, hogy felügyelőbizottsági és igazgatósági tagokat nevezzen ki. Ilyenkor a kinevezési jog nem kötődik a tulajdoni hányadhoz. Így pl. a PKO PB, a legnagyobb kereskedelmi bank esetében a Kincstárügyi Minisztérium határozza meg, hogy hány felügyelő bizottsági tag delegálására tart igényt és joga van igazgatóság elnökének és helyettesének kinevezésére is.

Ahhoz, hogy valaki a Kincstárügyi Minisztérium kinevezettjeként az adott tőzsdei vállalatban felügyelőbizottsági tag legyen, előzetes vizsga keretében kell, hogy számot adjon széleskörű jogi, közgazdasági és üzleti ismeretekről. A vizsgát sikeresen

abszolválók a Kincstárügyi Minisztérium adatbázisába kerülnek, mint lehetséges felügyelőbizottsági jelöltek.

A CG-reformok legutóbbi fordulója során Lengyelország igyekezett az OECD irányelveinek megfelelni a felügyelőbizottsági tagok kiválasztása során is. Így pl. a stratégiai jelentőségű vállalatoknál megváltoztatták a felügyelőbizottsági tagok kinevezési procedúráját. 2012-től tíz, független tagokból álló nevezési bizottságok kell létrehozni, melynek tagjait a miniszterelnök nevezi ki. Ez a jelölőtestület pedig ajánlásokat tesz a Kincstárügyi Minisztériumnak a felügyeleti bizottságok tagjaira. A Minisztérium vezetői számos fórumon hangoztatták, hogy az állami vállalatok olyan felügyeletét akarják gyakorolni, ahol a legfelső vezetők (felügyelőbizottság és menedzsment) kiválasztása során a legfőbb szempont a professzionalizmus és a várható teljesítmény, a politikai szempontok viszont hátrasorolódnak. E felvilágosult retorikával szemben Kozarzewski-Baltejski (2016) más szerzőkkel együtt bizonyítottanak látja, hogy az állami vagyonkezelés során a politikai haszonszerzés motívuma továbbra is gyakran felmerül és hogy a vegyes tulajdonú tőzsdei cégek felügyelőbizottsági tagságának kiválasztása során rendre érvényesül a politikai szempont. A következő fejezetben látni fogjuk, hogy az elmúlt hónapok eseményei ez utóbbi véleményt teljes mértékben igazolták.

### **Az illiberális fordulat**

Az állam gazdasági szerepvállalásában és az állami, valamint a részben állami tulajdonban lévő vállalatok kilátásainak alakulásában a 2015 októberi választások után markáns fordulat következett be. Nyolc év nagyobb részt liberális ideológiára és gyakorlatra épülő kormányzás után, a lengyel szavazók a gyakran Kaczynski pártként emlegetett Jog és Igazságosság Pártját jutatták hatalomba. Ez a konzervatív-nacionalista párt számos lényeges gazdaságpolitikai kérdésben szembefordult elődjével és a magyarországi Fidesz-kormány után a régió második illiberális kurzusát indította el. Írásunkban e radikális politikai irányváltásnak csak a témához szorosan kapcsolódó, a vegyesen állami és magántulajdonban lévő nyílt részvénytársaságokat érintő változásokkal foglalkozunk.



Egy kommentár erejéig azonban még maradjunk a sokakat sokszerűen érintő politikai irányváltásnál. Az előző, a Polgári Platform vezette kormány bukásának okai több tényező együttes hatására vezethetők vissza. Nehéz lenne azonban olyan szakértői véleményt találni, amely a gazdaság utóbbi éveinek teljesítményét a magyarázó tényezők közé sorolná.

A lengyel gazdaság nemcsak a rendszerváltás utáni időszak első felívelésében, de a globális pénzügyi válság ideje alatt is kimagaslóan jó eredményeket ért el nemzetközi összehasonlításban. 2007 és 2014 között a lengyel GDP majdnem egynegyedével, 24%-kal nőtt. (Az Eurostat szerint ugyanez az adat Magyarországon 0.3, az Európai Unió egészére vonatkozóan pedig, 0.7 százalék volt). Fontos további információ, hogy Lengyelországban a jövedelemegyenlőtlenség mutatói az európai átlag körül mozognak, továbbá hogy a gazdaság egyensúlya, az ország köz- és magánadóssága sem jelentett vészesen fenyegető gondot még a válság éveiben sem. A hitelezés folyamatossága és a pénzügyi rendszer egészének stabilitása méltán kapott széles körű szakmai elismerést. Az Institute for Management Development (IMD) versenyképességi rangsorában Lengyelország az 1997-es 52-ik helyről 2013-ra 33-ikra lépett elő, az UNCTAD „World Investment Prospects Survey 2013–2015” jelentése pedig Lengyelországot Európa negyedik, globálisan pedig a tizennegyedik legvonzóbb FDI célországaként értékelte.

A lengyel gazdaság immár negyedszázados figyelemre méltó teljesítményeinek, az EU-n belüli felzárkózás vitathatatlan sikerének sok összetevője van. Itt most csak egy fontos politikai-intézményi faktort említünk meg: azt, hogy a meglehetősen fragmentált, nyílt konfliktusokkal és botrányokkal terhelt, a rendszerváltás első évtizedében gyakori kormányváltásokra kényszerülő instabil politikai rendszerben a céltudatos következetességgel kialakított gazdaságmodernizáló, piacorientált reformok folyamatosan haladhattak előre. Az egymást követő kormányok nem kezdték ki és nem fordították vissza közvetlen elődjeik reformjait (Lehmann, 2012). Nem kivétel ez alól az első Kaczynski - kormány (2005-2007) tevékenysége sem. Az akkori kormánykoalíció elsősorban a „történelmi politizálással”<sup>5</sup> foglalkozott, ideológiai harccal a kommunizmus örökségével szemben, az ellenfelek elszámoltatásával és a korrupció elleni jogos

---

<sup>5</sup> Ld. erről részletesen: Fejes E. - Lengyel L. (2010)

harccal. A PiS tehát kormányzásának előző ciklusában nem sok kárt okozott a gazdaságban és bár nem gyorsította, de nem is bontotta le a piacot erősítő reformokat. Ezzel szemben a mostani PiS- kormány eddigi intézkedéseiből arra lehet következtetni, hogy 2015 novemberétől nincs garancia a korábbi reformok megtartására.

Az új adminisztráció legelső fontos intézkedései közé tartozott a politikai elkötelezettség és bennfentesség alapján történő személycsere-sorozat. A Szydlo-kormány már a hatalomba jutás első heteiben nagy fordulatszámmal látott neki a káderváltásnak, bárhol ahol lehetősége volt, a végrehajtó apparátusok felső vezetői posztjaitól<sup>6</sup> kezdve a tulajdonosi testületeken át az állami vállalatok topmenedzsmentjéig. 2015 novemberétől kezdve szinte napi gyakorisággal érkeztek a hírek<sup>7</sup> a legnagyobb lengyel vállalatok felügyelőbizottsági és igazgatósági tagjainak felmentéséről és a lojálisnak tekintett káderek (köztük az előző PiS -kormány ismert személyiségeinek) kinevezéséről.

A 32 legjelentősebb állami tulajdonú vállalat (a PKO BP kivételével) valamennyi korábbi elnök-vezérigazgatóját leváltották és helyükre a kormánypárt által megbízhatónak tartott vezetőket neveztek ki.<sup>8</sup> A személycserék mögötti egyértelmű politikai indokokat senki sem vitatja. David Jackiewicz, az új kormány (azóta már – többek között a személyzeti kérdésekben való hatalommal való visszaélés miatt - leváltott) Kincstárügyi minisztere egy parlamenti vita során kijelentette, hogy a nagyvállalatok menedzsmentjének kiválasztása során az új kurzus melletti elkötelezettség egyike volt a figyelembe veendő szempontoknak. Jackiewicz szerint a

---

<sup>6</sup> A Jog és Igazságosság Pártja által beterjesztett törvénytervezet „megnyitja az utat különböző, magasabb közhivatali pozíciókat betöltő, kb. 1600 személy elbocsátásához. A megüresedett posztokra a jelölteket ezután már nem alkalmassági verseny alapján választják ki, hanem kinevezik. A jelöltek mostantól kezdve politikai pártok aktív tagjai is lehetnek és már nem kell részt venniük az eddig kötelezően előírt, munkára való felkészítésen. Amennyiben a tervezet még karácsony előtt törvényerőre emelkedik, úgy februárra a kormánypárt teljes kontrollja alá kerülhetnek a hivatali kulcspozíciók.”

[http://www.warsawvoice.pl/WVpage/pages/article.php/33993/news 2015. dec.2](http://www.warsawvoice.pl/WVpage/pages/article.php/33993/news%2015.dec.2)

<sup>7</sup> „The Warsaw Voice Newsletter” internetes hírforrás pl. rendszeres közléseivel a külföldi olvasók számára is követhetővé tette az eseményeket.

<sup>8</sup> Két példa a legnagyobb vállalatok köréből: A PKN Orlen olajtársaság vezérigazgatói posztját Jaroslaw Kaczynski legbelsőbb köréhez tartozó parlamenti képviselő W. Jasinski kapta meg. A legnagyobb gázipar vállalat élére pedig P.Wozniak, az előző PiS- kormány gazdasági minisztere került. 2016 elején a Varsói Értéktőzsde elnökét és felügyelő bizottságának több tagját is lecserélték.

vállalatok vezetőinek azonosulniuk kell a kormánypárt gazdasági programjával, továbbá elvárás, hogy az ország érdekeit a vállalati érdek fölé helyezve irányítsák cégeiket.

A nagyvállalati vezetők kiválasztásának és cseréjének bizonyított párthűséggel való összekapcsolása minden más, korábbi lengyel kormány esetében is tapasztalható volt. Ami azonban a jelenlegi rezsim esetében szembetűnő, az az érintett posztok magas száma és a végrehajtás sebessége. A Rzeczpospolita (2016.április 14) szerint a kádercsere üteme a 2000-es választási év óta nem volt ilyen gyors, mint 2016 első hónapjaiban.

A varsói tőzsde WIG-30 csoportjába tartozó 14 állami kontroll alatt álló vállalatából 13-ban új személyt ültettek a vezérigazgatói székbe. A nyílt részvénytársaságok esetében számítani lehetett arra, hogy a piac gyorsan fog reagálni a vezetőcserékre. A részvényindex már a választást követő hónapban lefelé indult el, amit részben a befektetői elbizonytalanodás okozott. A legnagyobb tőzsdei vállalatok menedzsmentjében történt személyi változásokból sok befektető azt a következtetést vonta le, hogy az állam tulajdonosi szerepvállalása intenzívebbé válik a jövőben, ami pedig a bizonytalanság növekedését, azaz a részvényárak kiszámíthatóságának csökkenését vetíti előre.

A Szydło-kabinet pár hónapos tevékenysége után a hitelminősítő intézetek lejjebb módosították az amúgy magas szintről induló ország-besorolásukat. A Moody's is azok közé a hitelügynökségek közé tartozott, amelyek megnövekedett kockázatot jeleztek a lengyel gazdaság kilátásaival kapcsolatban. Az intézet elemzőinek meglátása szerint a jogi és intézményi környezet addig bekövetkezett változásai valószínűsítették az üzleti bizalom olyan mértékű megingását, ami maga után vonhatja majd a növekedés dinamikájának csökkenését és az egyensúly romlását is.

A PiS már a választási kampány során meghirdette, hogy kivizsgálja az előző kormány 2007 és 2015 között zajló korrupció-gyanús privatizációs ügyleteit. A figyelem középpontjába elsőként a médiacégek és az energetikai szektor került. D. Jackiewicz a Dziennik Gazeta Prawna-nak adott interjújában (2016. május 18) hibás lépésnek tartotta több energetikai vállalat magánosítását és részleges vagy teljes újraállamosításukat is kilátásba helyezte. A miniszter azzal vádolta az előző kormányt, hogy a költségvetési

hiány csökkentésének érdekében a privatizációs bevételek mindenáron való növelése céljából felelőtlen kiárúrási tranzakciókba bocsátkozott.

A visszaélés-gyanús ügyek egy részét már kivizsgálta a Legfelsőbb Auditálási Hivatal. A hivatal jelentése szerint a Kincstárügyi Minisztérium a Polgári Platform kormányzás ideje alatt több nagy vállalatot, így a Ciech vegyipari tröszt egy részét is nem átlátható módon és bizonyítottan „áron alul” privatizálta. Hasonló gyanú merült fel más, nem a tőzsdén keresztül privatizált cégek némelyikével kapcsolatban is.

A korábbiakban már szó esett szó arról, hogy az előző, piaci reformok mellett elkötelezett kormány a stratégiai fontosságúnak tartott állami vállalatok privatizációját csak formailag hajtotta végre abban az értelemben, hogy a zsugorodó állami tulajdoni hányaddal nem csökkent arányosan az állami kontroll. A PiS kormányzat viszont már teljes nyíltsággal hangoztatta az állami szerepvállalás növelésének szükségességét. Az erősödő etatizmus a fejlesztési tervek de facto részévé vált. 2016 márciusában nyilvánosságra hozták Mateusz Morawiecki fejlesztési miniszter<sup>9</sup> és miniszterelnökhelyettes nevével jelzett „Felelős Fejlesztés Terv”-t<sup>10</sup> (Plan na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju). A terv irányelvei szerint Lengyelország újraiparosításában, az innováció-vezérelte növekedésben és a közepes jövedelem csapdájából való kitörésben az állami vállalatokra kulcsszerep hárul. A megújuló Lengyelország víziójában az állami kontroll erősítése mellett a másik fontos pillér a re-polonizáció. A terv egyik szlogenje, amit a miniszterelnök is szívesen ismétel: „több lengyel gazdaságot a lengyel gazdaságba” („więcej polskiej gospodarki w polskiej gospodarce”).

A Morawiecki-terv tényfeltáró része szerint a lengyel gazdaság fejlődésére negatívan hat az, hogy az elmúlt két évtizedben a külföldi tőke túlsúlyossá vált a hazai tőkével

---

<sup>9</sup> A gazdaságfejlesztési stratégiák kidolgozásáért felelős Fejlesztési Minisztériumot 2015 novemberében hozták létre a Gazdasági Minisztérium és az Infrastruktúra és Fejlesztési Minisztérium reorganizációját követően. A hivatalok közötti hatékonyabb koordinációt elősegítendő 2016 őszén megalakult az összes gazdasági tárcát felügyelő Miniszterelnöki Tanács Gazdasági Bizottsága, amelyet szintén Morawiecki irányít.

<sup>10</sup> A terv céljai szerint a kormányzat 2020-ig azt akarja elérni, hogy:

- a beruházások a GDP 25 százaléka fölé emelkedjenek;
- a K+F-re fordított kiadások elérjék a GDP két százalékát;
- a lengyel tulajdonú közép- és nagyvállalatok számát 22 000 fölé emeljék;
- a kifelé irányuló lengyel FDI-t 70 százalékkal növekedjen;
- az ipari termelés növekedési üteme haladja meg a GDP növekedési ütemét;
- az egy főre jutó lengyel GDP érje el az EU-átlag 79 százalékát.

szemben. A fejlesztési miniszter nyilatkozataiban elismerte a külföldi tőkebefektetések hasznosságát, a túlzott függőség ellen azonban intézkedéseket helyezett kilátásba. *„A cél az, hogy kevésbé függjünk a külföldi tőkétől, különösen az olyan fontos stratégiai szektorokban, mint a média, a bank- és az energiaszektor. Ezért kell támogatnunk és mozgósítanunk a hazai tőkéből történő beruházásokat”.* (Morawiecki, 2016)

A külföldi tőke nagy aránya valóban a pénzügyi szektorban a legszembetűnőbb. Lengyelországban a banktőke 60%-a van külföldi kézben. Már rövidtávra cél, hogy kivásárlásokkal ez az arány 50% alá süllyedjen. Most, 2016 végére már nyélbe is ütötték azt az üzletet, amelynek során a legnagyobb lengyel biztosító (melynek 35%-ban résztulajdonosa az állam) és az idén a kormány által létrehozott Lengyel Fejlesztési Alap (PFR) megvette az olasz UniCredit-től a az ország második legnagyobb hitelintézetében, a Pekao Bankban lévő 40,1%-os részesedését. Ez a kivásárlás jól példázza, hogy miképpen mozdul el a pénzügyi szektor az új gazdaságpolitika által kijelölt irányba: egyszerre nő a hazai tulajdoni hányad és erősödik az állami kontroll. Hasonló tervek vannak a Raiffeisen tulajdonában lévő Polbankkal kapcsolatban is. Itt az egyik ajánlattevő a szintén közel egyharmad részben állami tulajdonú legnagyobb lengyel bank, a PKO.

A repolonizáció nemcsak a bankszférára irányul, más stratégiai ágakban is ezt az irányt támogatja a kormány. Az energetikai szektorban pl. 2016 közepén az Enea, PGE, Energa és PGNiG Termika (valamennyi többségi állami tulajdonnal rendelkező vállalat) közösen tett ajánlatot a francia EDF lengyelországi vagyonrészeinek kivásárlására.

A lengyel export 2/3-át külföldi tőkével működő vállalatok állítják elő. Itt is változást ígérnek a fejlesztési tervek a hazai vs. külföldi arányokban. Napirenden van a „nemzeti bajnokok” számának növelése is, mert jelenleg mindösszesen csak 6 lengyel vállalatot lehet ebbe a kategóriába sorolni. A következő 25 évre szóló Morawiecki-terv megvalósításához 250 milliárd dollár fejlesztési pénzre lesz majd szükség. A terv szerint ennek az összegnek a fele az Európai Unióból érkezne majd, a másik felében pedig számítanak az állami vállalatoktól érkező forrásokra is.

A jelenlegi kormányzatnak az állami tulajdonú vállalatok új koncepciójú felügyeletéről szóló elképzelések megvalósításához a privatizáció és az állami vagyonkezelés eddigi főintézményének, a Kincstárügyi Minisztériumnak az átszervezését is napirendre tűzték. A centralizált szervezeti rendszer felbomlóban van, a

vállalatok egy része már át is került az ágazati besorolásuknak megfelelő minisztériumhoz. Az újonnan felállítandó „nemzeti vagyonkezelő holding” felügyelete alá pedig a tervek szerint olyan tőzsdei nagyágyúk kerülnek, mint a PZU biztosító, KGHM rézbányászati konszern és a Grupa Azoty vegyipari csoport.

Az átszervezés a korábbi Kincstárügyi miniszter szerint azt a célt szolgálja, hogy a nemzeti holdinghoz tartozó vállalatokat erősebbé tegyék, hogy jobban állják a kül- és belső piaci versenyt és realizálják az egymás közötti kooperációtól várt szinergiahatásokat. Ezzel szemben az ellenzék és a független szakértők az etatista szemlélet térnyerését és a klientúra építés folytatását látják a reorganizációban.

## **Összegzés**

Jelen tanulmány abból a megfigyelésből indult ki, hogy a Varsói Értéktőzsdén –Közép-Európa legjelentősebb börzén- jegyzett legnagyobb lengyel vállalatokban az állam kisebbségi vagy többségi tulajdonosként tartósan jelen van. A lengyel állam gazdasági szerepvállalásának tanulmányozásához visszakanyarodtunk a kezdetekhez, a rendszerváltó privatizáció éveihöz. A lengyel gazdasági átmenet egyik jellegzetessége volt, hogy a nagyvállalatok privatizációját összekapcsolták a hazai tőkepiac fejlesztésével. A stratégiaiak vagy politikailag kényesnek tekintett szektorokban a tőzsdei bevezetés lépcsőzetesen történt és az állam mind a mai napig őrzi többségi vagy kisebbségi tulajdonon keresztüli befolyását az érintett cégekben. A együttes magán és állami tulajdon a nyílt részvénytársaságokban elméletileg és esetenként még optimális kombináció is lehet. A folyamatos tőkepiaci megmérettetés hatékonyságra és átláthatóságra ösztönöz, és így korlátot állít(hat) az állami tulajdonból fakadó, esetlegesen a profitmaximalizálás és a jó vagyongazdálkodás ellen ható célok érvényesítésének. Lengyelországban azonban a politika és a gazdaság összefonódása szoros, a politika közvetlen befolyása az állami vállalatokra erős és ezért bőven van tere a járadékvadász magatartási minták követésének és a korrupció különböző formáinak.

Lengyelországban a legutolsó nagy privatizálási hullám 2008-ban kezdődött, a Donald Tusk vezette nyugati szellemiségű Polgári Platform párt hatalomba kerülésével. A Tusk-kormány a nagyszabású magánosítási programmal több célt teljesített egyszerre. Egyrészt gazdaságpolitikájának piaci reformok mellett elkötelezett vonalát erősítette

azzal, hogy zöld utat adott a (részbeni) állami kiszállásnak a stratégiailag és politikailag fontosnak tartott óriásvállalatokból is. Miután a tulajdonrészek értékesítése nagyobb részt a tőkepiacon keresztül zajlott, a Varsói Értéktőzsde látványos boommal, európai szintű sztárrá nőtte ki magát az elsődleges kibocsátások (IPO) terén, éppen a globális pénzügyi válság legnehezebb éveiben. A dollárszázmilliós nagyságrendű részvénytársaságok eladása ugyanakkor komoly bevételt is hozott a megszorult költségvetésnek. Mindeközben az állami kontroll (együtt az egyéni és politikai haszonszerzés lehetőségével) különböző formai megmaradtak és még a kisebbségi tulajdon esetében is érvényesülhettek.

Az állam gazdasági szerepvállalásában és az állami, valamint a részben állami tulajdonban lévő vállalatok kilátásainak alakulásában a 2015 októberében markáns fordulat következett be miután a szavazók a leginkább anti-liberális, nacionalista és populista jelzőkkel leírható Jog és Igazságosság Pártját (PiS) jutatták hatalomba. A Szydło-kormány már működésének első heteiben nagy fordulatszámmal látott neki a személycseréknek, a végrehajtó apparátusok felső vezetői posztjaitól kezdve a tulajdonosi testületeken át a szinte valamennyi állami résztulajdonú társaság topmenedzsmentjéig. A cél az volt, hogy a PiS által megbízhatónak tartott káderek kerüljenek a kulcspozíciókba.

Az új kurzus gazdaságpolitikájának fő ideológiai pillérei a gazdasági patriotizmus (melynek része a „repolonizáció”), az állami vagyon feletti rendelkezés erősítése és az állami vállalatok pénzeszközeinek mozgósítása a központi fejlesztési célok megvalósítására. A prioritási lista élén áll a hazai tulajdoni hányad növelése a pénzügyi szférában. A már megvalósult kivásárlási ügyletek módja jól példázza, hogy miképpen mozdul el a pénzügyi szektor az új gazdaságpolitika által kijelölt irányba: egyszerre nő a hazai tulajdoni hányad és erősödik az állami kontroll.

## **Irodalom**

- Baltowski, M. - Kozarzewski, P.(2016): Formal and real ownership structure of the Polish economy: state-owned versus state-controlled enterprises. *Post-Communist Economies*,28:3, 405-419
- Beuselinck, Ch - Lihong Cao - Deloof, M- Xinping Xia (2015): The Value of Government Ownership during the Global Financial Crisis. *Journal of Corporate Finance* <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119915000553>
- Błaszczak, B-Patena, W. (2015): Post-privatisation Corporate Performance in Poland. Evidence from Companies Privatized in 2008–2011 CASE Working Papers No.1 (125)
- Christiansen, H. (2011): The Size and Composition of the SOE Sector in OECD Countries *OECD Corporate Governance Working Papers*, No. 5, OECD Publishing.
- Fejes E. - Lengyel L. (szerk).(2010): A gazdasági válság és következményei Pénzügykutató Alapítvány
- Jelic, R- R. Brist (2003): Privatisation Initial Public Offerings: the Polish Experience. *European Financial Management*, Vol. 9, No. 4, 2003, 457–484.
- Kozarzewski, P. - Bałtowski, M. (2016): Change in Economic Policy Paradigm: Privatization and State Capture in Poland. *Case Working Papers* No. 3 (127)
- Kwiatkowski, G.(2014): Is the state ownership of enterprises gaining in importance in a modern economy? In: Voszka, É. – Kiss, G. D. (eds) 2014: Crisis Management and the Changing Role of the State. University of Szeged Doctoral School in Economics, Szeged, pp. 147-156.
- Lehman, H. (2012): The Polish Miracle: Outcome of Persistent Reform Efforts *IZA Policy Paper* No.40
- Lis, P.- Mazurkiewicz, J. - Zwierchlewski, S. (2013): Privatization Model in Poland: Commercial or Social? *International Journal of Business and Social Science* Vol. 4 No. 14.
- Nachtigal, M. (2014): A decade of transition and beyond institutional transformation of the countries in Central and Eastern Europe. Ljubljana
- Nellis, J. : (2002):The World Bank, Privatization and Enterprise Reform in Transition Economies: A Retrospective Analysis . The World Bank Washington, D. C.
- OECD (2012): Dataset on the size and composition of national state-owned enterprise sectors <http://www.oecd.org/corporate/oecd-dataset-size-composition-soe-sectors.htm>



- OECD (2015) Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises
- OECD (2016) Broadening the Ownership of State-Owned Enterprises: A Comparison of Governance Practices, OECD Publishing, Paris.  
<http://dx.doi.org/10.1787/9789264244603-en>
- Patena, W. (2014): Analysis of the Privatisation Process in Poland in the Years 2008–2011 Outcomes and Prospects, *eFinanse*, 10 (2), p. 57–70.
- Patena W. - Stawiarska, R.(2016): The Public Perception of Privatization in Poland from 1991–2014 *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 1 (79)
- Pinto, B. (2014): *How Does My Country Grow?* Oxford University Press
- Priorities in the management of the portfolio of entities supervised by the Minister of Treasury up to 2015. (2014) Ministerstwo Skarbu Państwa Warsaw
- Senderski, M. (2015): Inhibited privatization: a hurdle race over vested interests *European Journal of Government and Economics* 4 (1), pp.44-66
- Sierpińska-Sawicz, A. (2014): Dividend policy of State Treasury.  
*Shareholding Companies Journal of Economics&Management* Vol.18.
- Tamowicz, P. - Dzierzanowski, M. (2002): Ownership and Control of Polish Listed Corporations. <http://ssrn.com/abstract=386822> or  
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.386822>
- The Belgian state as shareholder (2014) GUBERNA Institute  
[http://www.guberna.be/sites/default/files/general/State%20as%20Shareholder%20-%20Research%20Report 1.pdf](http://www.guberna.be/sites/default/files/general/State%20as%20Shareholder%20-%20Research%20Report%201.pdf)
- Tóth Máté (szerk.) - Baksay Gergely - Bilek Péter- Czakó Veronika- Gáspár Pál - Orbán Gábor (2003) A privatizáció összehasonlító elemzése a csatlakozó és egyes átalakuló gazdaságokban. ICEG Európai Központ  
[http://www.iceg-memo.hu/hun/kutatasi\\_projektek/privatization.pdf](http://www.iceg-memo.hu/hun/kutatasi_projektek/privatization.pdf)
- Walecki, M.(2007): Political Finance in Poland. In: *Political Finance and Corruption in Eastern Europe: The Transition Period*. Eds. Toplak, J. and Smilov, D. Ashgate Publishing Ltd.